

苏泊尔 (002032.sz)

收入净利增三成，中期业绩符合预期

袁浩然 首席分析师

电话: 0755-82784042

eMail: yhr@gf.com.cn

SAC 执业证书编号: S0260511030001

收入增 31%，净利增 29%

2011 年上半年营收 34.8 亿人民币，同比增长 31.9%；实现营业利润 3 亿元，同比增长 28%；实现净利润 2.3 亿元，EPS 0.4 元，同比增 29%。其中二季度收入 15.6 亿元，同比增 27%，净利润 0.9 亿元，同比增 22%。经营性现金流 0.7 亿元，同比增长 151%，2010 年三季度开始公司经营性现金流转正，现金流较为充足。

内外销增长较为均衡，预计下半年维持 30% 左右增长

内销增长主要通过推行“强品类”产品战略以及加大渠道渗透。预计全年将有 200 个新品上市。渠道上，引进 LAGOSTINA 品牌树立中高端品牌形象，加大大卖场进店率。同时通过推进生活馆建设，加大在三四级市场拓展。出口中保守估计 2011 全年 SEB 订单增长 32%，炊具类和小家电分别增长 12% 和 144%。外销增长看点主要来自 SEB 订单，特别是小家电订单的转移。公司 SEB 小家电订单仅占 SEB 在中国同类产品采购量的 21% 左右，未来仍是 SEB 订单转移增长的主要看点。

盈利水平受成本挤压，略有下降，期待四季度改善

上半年综合毛利率 28%，同比下滑 0.7%。预计三季度毛利率还将承压，四季度期待有所改善。销售费用率和管理费用率同比分别下降 0.4 和 0.6 个百分点。实现销售净利率 6.7%，同比略降 0.15%。通过差异化产品，提高溢价，强化竞争力，是公司应对成本上升和竞争加剧的主要思路。

SEB 融合项目成为短期刺激因素

目前项目已获商务部批复，尚需证监会通过要约豁免。预计最早三季末会有更进一步进展。

盈利预测和投资评级

我们预计公司 11/12/13 年 EPS 分别为 0.95 元，1.31 元和 1.82 元。按照 30 倍 PE 估值，公司 6-12 月目标价为 28.5 元左右，维持“买入”评级。

风险提示： 股份转让尚有较大不确定性。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	4116	5622	7760	10503	14000
增长率 (%)	13.6%	36.6%	38.0%	35.3%	33.3%
EBITDA(百万元)	456	587	846	1108	1477
净利润(百万元)	310	404	547	755	1053
增长率 (%)	31.3%	30.1%	35.5%	37.9%	39.6%
每股收益 (元)	0.70	0.70	0.95	1.31	1.82
市盈率	29.8	34.2	24.0	17.4	12.5
市净率	4.3	5.6	4.4	3.5	2.7
EV/EBITDA	18.19	22.25	14.19	10.51	7.45

数据来源: 浙江苏泊尔股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	22.80
目标价格(元)	28.50
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-1.26%	3.64%	14.20%
沪深 300	-4.39%	-5.32%	-2.12%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)
577.25/427.75

主要股东:

SEB INTERNATIONALE S.A.S
主要股东持股比例 51.31%

财务比率

ROE	16.42%
ROA	14.83%
资产负债率	30.37%
每股净资产(元)	4.26

2010 年报数据

目录索引

收入净利增三成，中期业绩符合预期.....	3
收入增 31%，净利增 29%.....	3
内外销增长较为均衡，预计下半年维持 30%左右增长	4
SEB 融合项目成为短期刺激因素	6
盈利预测和投资评级	6

图表索引

表 1：收入分季度（单位：百万，%）	3
表 2：利润分季度（单位：百万，%）	4
表 3：收入分产品（单位：百万，%）	5
表 4：收入分地区（单位：百万，%）	5
表 5：分产品毛利率（单位：%）	5
表 6：分地区毛利率（单位：%）	6

收入净利增三成，中期业绩符合预期

收入增31%，净利增29%

2011年上半年营收34.8亿人民币，同比增长31.9%；实现营业利润3亿元，同比增长28%；实现净利润2.3亿元，EPS 0.4元，同比增29%。其中二季度收入15.6亿元，同比增27%，净利润0.9亿元，同比增22%。

经营性现金流0.7亿元，同比增长151%，2010年三季度开始公司经营性现金流转正，现金流较为充足。

表 1：收入分季度（单位：百万，%）

	百万元	Q1	Q2	Q3	Q4	TOTAL
2011 年	营业收入	1,917	1,562			3,478
	同比增长率	35.9%	27.2%			
2010 年	营业收入	1,410	1,228	1,494	1,490	5,622
	占全年比例	25.1%	21.8%	26.6%	26.5%	100.0%
	同比增长率	44.6%	50.6%	38.3%	19.6%	36.6%
2009 年	营业收入	975	815	1,080	1,246	4,116
	占全年比例	23.7%	19.8%	26.2%	30.3%	100.0%
	同比增长率	3%	-1%	12%	41%	14%
2008 年	营业收入	949	821	967	885	3,622
	占全年比例	26.2%	22.7%	26.7%	24.4%	100.0%
	同比增长率	37.4%	25.8%	39.4%	-1.3%	23.5%
2007 年	营业收入	691	653	694	897	2,934
	占全年比例	23.5%	22.2%	23.7%	30.6%	100.0%
2006 年	营业收入	501	459	448	697	2,105
	占全年比例	23.8%	21.8%	21.3%	33.1%	100.0%

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表 2：利润分季度（单位：百万，%）

	百万元	Q1	Q2	Q3	Q4	TOTAL
2010 年	普通股利润	142	89			231
	对应 EPS	0.25	0.15			0.40
	同比增长率	34.1%	21.6%			
2010 年	普通股利润	106	73	109	116	404
	对应 EPS	0.18	0.13	0.19	0.20	0.70
	占全年比例	26.2%	18.2%	26.9%	28.7%	100.0%
	同比增长率	60.7%	27.2%	36.1%	8.5%	30.1%
2009 年	普通股利润	66	58	80	107	310
	占全年比例	21.2%	18.6%	25.7%	34.5%	100.0%
	对应 EPS	0.11	0.10	0.14	0.19	0.54
	同比增长率	23.4%	18.0%	55.2%	29.3%	31.3%
2008 年	普通股利润	53	49	51	83	237
	占全年比例	22.6%	20.7%	21.7%	35.0%	100.0%
	对应 EPS	0.09	0.08	0.09	0.14	0.41
	同比增长率	30.8%	48.4%	67.5%	22.7%	37.6%
2007 年	普通股利润	41	33	31	67	172
	占全年比例	23.7%	19.2%	17.9%	39.2%	100.0%
	对应 EPS	0.07	0.06	0.05	0.12	0.30
2006 年	普通股利润	23	21	15	41	100
	占全年比例	22.9%	21.1%	14.8%	41.2%	100.0%
	对应 EPS	0.04	0.04	0.03	0.07	0.17

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

内外销增长较为均衡，预计下半年维持30%左右增长

1. 内销上，推行“强品类”产品战略，布局新兴渠道战略

2011年将加大新品类拓展，3月推出新品类电磁电饭煲，5月推出电蒸锅，预计全年将有200个新品上市，仅豆浆机就有35个新品，豆浆机全年增长有望超预期。

内销收入80%来自一二级市场，引进LAGOSTINA品牌进一步树立苏泊尔中高端品牌形象。渠道上加大在三四级市场拓展，预计2011年新增240家生活馆，总量超1000家；经销商8000家左右，未来会新增3000-4000家；2010年开始与日日顺合作，终端有2000-3000家的空间，预计未来收入占比会达到30%以上的水平。一二级市场进店率约85%-90%，加上三、四级市场经销商等内销合计终端超过2万多个网点。

除传统渠道外，公司电子商务等新兴渠道业务也取得了快速发展，有效拓展公司渠道多样性。

2. 外销增长关键在解决产能瓶颈

2011年出口中保守估计SEB订单14.5亿元，相比2010年增长32%，其中炊具类10亿元，小家电4亿元，分别增长12%和144%。外销增长看点主要来自SEB订单，特别是

小家电订单的转移。公司SEB小家电订单仅占SEB在中国同类产品采购量的21%左右，未来仍是SEB订单转移增长的主要看点。

出口炊电增长主要受制于产能限制。目前绍兴产值已达20亿，武汉二期5月全线投产，年产量可达4000-5000万口，成为仅次于SEB法国基地，全球炊具单体第二大生产基地。公司产能瓶颈解决后，订单转移和规模增长上还有较大释放空间。

表 3：收入分产品（单位：百万，%）

分产品	营业收入 (2011H1)	收入占比 构成	同比	营业收入 (2010H1)	收入占比 构成
炊具产品	1,617	46.5%	19.8%	1,350	51.2%
电器产品	1,778	51.1%	44.2%	1,233	46.7%
橡塑产品	18	0.5%	-17.8%	22	0.8%
其他	64	1.8%	101.6%	32	1.2%
合计	3,478	100.0%	31.9%	2,637	100.0%

数据来源：公司公告

上半年公司内销实现收入23亿元，同比增长31%，出口实现收入11亿元，同比增长31%，综合形成上半年收入增31%。

表 4：收入分地区（单位：百万，%）

分地区	营业收入(2011H1)	收入占比构成	同比	营业收入(2010H1)	收入占比构成
国内	2,325	68.1%	31.0%	1,775	68.1%
国外	1,090	31.9%	31.2%	830	31.9%
合计	3,414	100.0%	31.0%	2,606	100.0%

数据来源：公司公告

盈利水平受成本挤压，略有下降，期待四季度改善

上半年综合毛利率28%，同比下滑0.7%，环比仍在下降。预计三季度毛利率还将承压，四季度在原材料价格徘徊下调预期，期待毛利率有所改善。公司同时采取积极措施应对原材料价格波动和费用上升，通过大宗采购、套保缓解成本压力。

表 5：分产品毛利率（单位：%）

分产品	毛利率	毛利率	毛利率	毛利率
-----	-----	-----	-----	-----

	(2011H1)	(2010H1)	
炊具产品	29.9%	30.9%	-1.0%
电器产品	27.8%	28.1%	-0.2%
橡塑产品	14.2%	16.2%	-2.1%
合计	28.7%	29.4%	-0.7%

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表 6：分地区毛利率（单位：%）

分产品	毛利率 (2011H1)	毛利率 (2010H1)	毛利率同比
国内	32.8%	33.2%	-0.4%
国外	20.1%	21.3%	-1.2%
合计	28.7%	29.4%	-0.7%

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

公司通过严格预算管理提高运营效率，销售费用率和管理费用率同比分别下降0.4和0.6个百分点，三项费用率合计18.3%。实现销售净利率6.7%，同比略降0.15%。

2011年公司将继续加大品牌建设力度，上半年广告投入5000万，预计下半年仍有5000万左右的广告投入，加深和拓展和迪斯尼品牌合作，融入迪斯尼时尚元素，提升产品时尚感和差异化。通过差异化产品，提高溢价，强化竞争力，也是公司应对成本上升和竞争加剧的主要思路。

SEB融合项目成为短期刺激因素

2011年初公司公告大股东SEB拟增持股本至71.3%，表明SEB对苏泊尔未来继续高增长的肯定，也坚定了未来苏泊尔发展机会将更多的来自于SEB的支持。目前项目已获商务部批复，尚需证监会通过要约豁免。

苏泊尔作为SEB亚太区战略平台地位加强，未来可能的超预期点包括：1) SEB小家电订单以及非厨房类订单。2) SEB多品牌运作经验的转移。3) 管理团队的专业化和国际化加强，经营效率的提高。

预计最早三季末会有更进一步进展。

盈利预测和投资评级

我们预计公司11/12/13年EPS分别为0.95元，1.31元和1.82元。按照30倍PE估值，公司6-12月目标价为28.5元左右，维持“买入”评级”。

风险提示

股份转让尚有较大不确定性。

资产负债表

单位：百万元

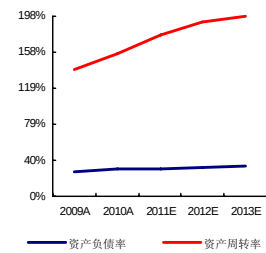
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	2,355	2,825	3,619	4,877	6,620
货币资金	945	742	1,159	1,516	2,161
应收及预付	774	1,008	1,356	1,852	2,461
存货	609	1,066	1,094	1,498	1,986
其他流动资产	26	10	11	12	12
非流动资产	911	1,105	1,197	1,291	1,373
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	645	702	712	706	696
在建工程	41	135	192	261	327
无形资产	190	237	262	291	318
其他长期资产	34	30	31	32	33
资产总计	3,266	3,930	4,816	6,168	7,993
流动负债	877	1,193	1,457	1,970	2,624
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	877	1,193	1,457	1,970	2,624
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	2	1	1	1	1
长期借款	0	0	0	0	0
应负债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2	1	1	1	1
负债合计	879	1,194	1,458	1,971	2,625
股本	444	577	577	577	577
资本公积	840	707	707	707	707
留存收益	875	1,190	1,737	2,492	3,545
归属母公司股东权益	2,150	2,460	3,021	3,776	4,829
少数股东权益	237	276	338	422	540
负债和股东权益	3,266	3,930	4,816	6,168	7,993

利润表

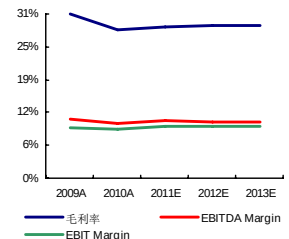
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	4116	5622	7760	10503	14000
营业成本	2839	4050	5547	7476	9966
营业税金及附加	7	11	27	84	91
销售费用	688	828	1169	1587	2113
管理费用	187	216	249	333	446
财务费用	-10	10	13	13	13
资产减值损失	3	11	55	34	2
公允价值变动收益	10	-8	-5	-10	-8
投资净收益	13	10	11	11	11
营业利润	425	498	706	977	1373
营业外收入	12	37	29	31	30
营业外支出	10	11	11	11	11
利润总额	427	524	724	998	1392
所得税	72	81	115	159	222
净利润	355	443	609	839	1171
少数股东损益	45	39	61	84	118
归属母公司净利润	310	404	547	755	1053
EBITDA	456	587	846	1108	1477
EPS (元)	0.70	0.70	0.95	1.31	1.82

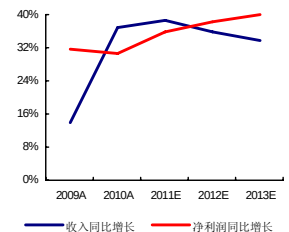
资产负债率趋势



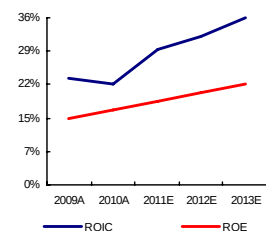
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

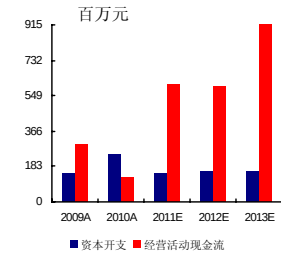
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	295	124	547	514	797
净利润	355	443	609	839	1,171
折旧摊销	61	70	78	86	93
营运资金变动	-88	-419	-169	-423	-445
其它	-33	30	30	12	-22
投资活动现金流	-119	-201	-144	-157	-152
资本支出	-149	-243	-150	-158	-155
投资变动	1	19	11	11	11
其他	29	23	-5	-10	-8
筹资活动现金流	-137	-111	13	0	0
银行借款	0	47	0	0	0
债券融资	0	-47	0	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-137	-111	13	0	0
现金净增加额	39	-187	417	357	645
期初现金余额	880	945	742	1,159	1,516
期末现金余额	919	758	1,159	1,516	2,161

主要财务比率

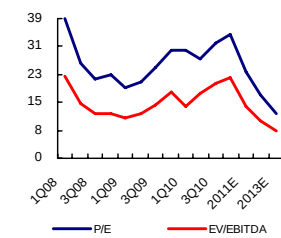
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	13.6%	36.6%	38.0%	35.3%	33.3%
营业利润	23.7%	17.2%	41.8%	38.4%	40.5%
归属于母公司净利润	31.3%	30.1%	35.5%	37.9%	39.5%
获利能力					
毛利率	31.0%	28.0%	28.5%	28.8%	28.8%
净利率	8.6%	7.9%	7.8%	8.0%	8.4%
ROE	14.4%	16.4%	18.1%	20.0%	21.8%
ROIC	23.2%	22.0%	29.5%	32.2%	36.4%
偿债能力					
资产负债率	26.9%	30.4%	30.3%	31.9%	32.8%
净负债比率	-40.6%	-27.4%	-34.8%	-36.3%	-40.4%
流动比率	2.69	2.37	2.48	2.48	2.52
速动比率	1.92	1.39	1.64	1.62	1.67
营运能力					
总资产周转率	1.39	1.56	1.77	1.91	1.98
应收账款周转率	10.93	12.14	11.71	11.85	11.80
存货周转率	5.62	4.84	5.07	4.99	5.02
每股指标 (元)					
每股收益	0.70	0.70	0.95	1.31	1.82
每股经营现金流	0.66	0.22	0.95	0.89	1.38
每股净资产	4.84	4.26	5.23	6.54	8.37
估值比率					
P/E	29.8	34.2	24.0	17.4	12.5
P/B	4.3	5.6	4.4	3.5	2.7
EV/EBITDA	18.2	22.2	14.2	10.5	7.4

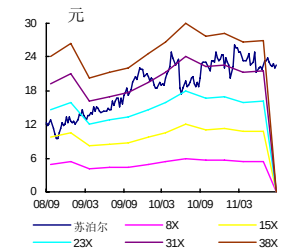
资本支出与经营活动现金流



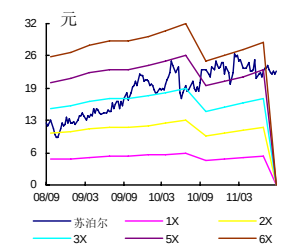
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发家电行业研究小组

袁浩然，首席分析师，复旦大学金融学硕士，CPA，3 年会计师事务所审计工作经验，3 年家电行业工作经验，4 年证券从业经历。2008 年、2010 年获得新财富评选最佳分析师第 5 名，2011 年进入广发证券发展研究中心。

郝雪梅，研究助理，南京大学管理学硕士，2010 年天眼耐用消费品最佳分析师，2010 年新财富最佳分析师评选入围（团队），2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：hxm5@gf.com.cn，0755-23953620。

相关研究报告

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。